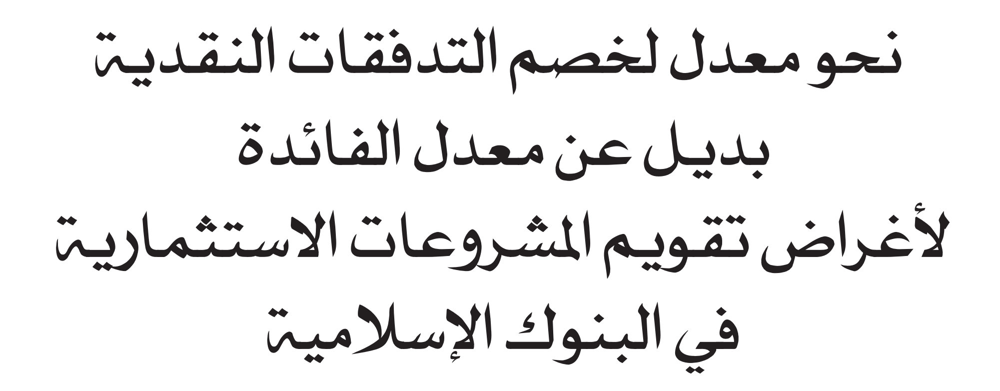


نحو معدل لخصم التدفقات النقدية بديل عن معدل الفائدة لأغراض تقويم المشروعات الاستثمارية في البنوك الإسلامية

إعــداد

د. جهاد صبحي عبدالعزيز محمد القطيط

قسم الاقتصاد

كلية التجارة - جامعة الأزهر

بحثٌ مقدَّمٌ إلى

« مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول »

دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي

٣١ مايو – ٣ يونيو ٢٠٠٩ م

هذا البحث يعبّر عن رأي الباحث

ولا يعبّر بالضرورة عن رأي دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي

دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي

هاتف: ٦٠٨٧٧٧٧ ٤ ٩٧١+ فاكس: ٦٠٨٧٥٥٥ ٤ ٩٧١+

الإمارات العربية المتحدة ص. ب: ٣١٣٥ - دبي

mail@iacad.gov.ae www.iacad.gov.ae

ملخص البحث

نحو معـدل لخصم التدفقات النقدية بديل عن معـدل الفائدة لأغراض تقويم المشروعات الاستثمارية في البنوك الإسلامية.

تعـد عملية خصـم التدفقـات النقدية لأغـراض تحليل وتقويـم المشروعات الاسـتثمارية والمفاضلة بينها من العناصر الأساسية لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب لأنها تعبر عن الإيرادات النقدية المتوقعة والتكاليف النقدية المتوقعة، ولكن البعض يرى عدم استخدام خصم التدفقات النقدية في تقويم المشروعات الاستثمارية في الفكر الاقتصادي الإسلامي لذا فإنها أثارت نقاشاً حـول تعارضهـا أو عدم تعارضها مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسـلامية لاعتمادها على سـعر الفائـدة المحـرم شرعاً. ويعنـى ذلك رفض عمليـة خصم التدفقات النقدية على أسـاس سـعر الفائدة الربوية. وعلى هذا يتكون هذا البحث من النقاط التالية:

أولا: ماهيةالتدفقات النقدية:

يؤكد البحث على أن التدفقات النقدية تهتم أساساً بتحديد التكاليف والإيرادات التي يتم إنفاقها أو تحصيلها فعلاً مع ربط هذه المبالغ بالفترة التي يحدث فيها السداد أو التحصيل بصرف النظـر عن فترة الاسـتحقاق ، حيث أن الاعتبار في دراسـات الجدوى يكون للأسـاس النقدي وليس لأسـاس الاسـتحقاق - الـذى يعتمد عليـه الفكر المحاسـبي – ولأن مفهـوم التدفقات النقدية يساعد في معالجة القيمة الزمنية للنقود.

ثانيا:موقف الفكر الاقتصادي الإسلامي من عملية خصم التدفقات النقدية:

يوضح البحث أن عملية خصم التدفقات النقدية لأغراض تقويم المشروعات الاستثمارية لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسـلامية بشرط تجريدها من الوسـائل والأساليب والأدوات المحرمة وخاصة الفائدة لأن الشبهة تجاه عدم استخدام الخصم في الفكر الاقتصادي الإسلامي ترجـع أساسـاً لارتباط الخصم بالفائدة التي يحرمها الإسـلام ولكن طالمـا أن الخصم لا يتطلب بالـضرورة الفائـدة فإن ذلك يعني إمكانية قبول الخصم إسـلامياً ويسـتند الباحث في ذلك على

إجازة الفقهاء للاختلاف في السعر الحاضر عن السعر الآجل في البيوع الآجلة، لما للزمن من وجود تأثير قوى على النشاط الاقتصادي والقرارات الاقتصادية للأفراد والجماعات.

وكذلك إجازة الفقهاء لبيع السلم . فالفرق بين السعر النقدي والمؤجل جائز في بيع السلم والبيع الآجل، أي أن للبعد الزمني قيمة مالية يمكن تقديرها وقياسها نقداً. ويعنى ذلك قبول الخصم إسلاميا لأن التفضيل الزمني للنقود له تطبيقات عملية كثيرة في الفكر الاقتصادي الإسلامي.

ثالثا: معدل خصم التدفقات النقدية في الفكر الاقتصادي الإسلامي:

لقد تناول البحث تقويم سعر الفائدة كمعدل لخصم التدفقات النقدية وأوضح أنه معيب من الناحية الاقتصادية لأنه لا يعكس التضحية والعائد من تشغيل الأموال كما يصعب تحديد المعدل العدل عملياً وعلمياً خلال عمر القرض وذلك لتغير الظروف الاقتصادية المحيطة بالمشروع الاستثماري هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فإنه لا يتوافق مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية لأن الفائده هي عين الربا. وهكذا يتضح بجلاء أن هناك حاجة ضرورية لإيجاد معدل خصم يكون بديلاً عن سعر الفائدة الربوية المستخدم في عملية خصم التدفقات النقدية لأغراض تقويم المشروعات الاستثمارية في الفكر الاقتصادي الإسلامي.

واختص الجزء الأخير من البحث بوضع المعالم الأساسية للإطار المقترح لمعدل خصم التدفقات النقدية في المؤسسات المالية الإسلامية وهو «متوسط معدل الأرباح في المشروعات الاستثمارية سواء كانت هذه المشروعات صناعية أو تجارية أو زراعية أو خدمية وذلك في ضوء محددات ومقاصد وصيغ الاستثمار في الفكر الاقتصادي الإسلامي».

وعلى ذلك يتم مقارنة معدل الخصم الذى تم التوصل إليه عن طريق هذا المقترح بمعيار معدل العائد الداخلى على الاستثمار الذى يجعل صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة والداخلة صفراً. فوفقاً لهذا المعيار لا يكون معدل الخصم محدداً مقدماً قبل البدء في عملية الخصم .ونؤكد على أن هذا المقترح يحتاج إلى مزيد من الدراسة والتطوير.

* * *

بسم الله الرحمن الرحيم

مقدمة

تعد عملية خصم التدفقات النقدية لأغراض تحليل وتقويم المشروعات الاستثمارية والمفاضلة بينها من العناصر الأساسية لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب لأنها تعبر عن الإيرادات النقدية المتوقعة والتكاليف النقدية المتوقعة، ولكن البعض يرى عدم استخدام خصم التدفقات النقدية في تقويم المشروعات الاستثمارية في الفكر الاقتصادي الإسلامي لذا فإنها أثارت نقاشاً حول تعارضها أو عدم تعارضها مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية لاعتمادها على سعر الفائدة المحرم شرعاً. ويعنى ذلك رفض عملية خصم التدفقات النقدية على أساس سعر الفائدة الربوية.

يتناول الباحث في هذا البحث ماهية التدفقات النقدية وأنواعها وأهميتها وكذلك موقف الفكر الاقتصادي الإسلامي من عملية خصم التدفقات النقدية، كما يناقش كذلك الجهود السابقة لإعطاء معدل خصم للتدفقات النقدية في الفكر الاقتصادي الإسلامي ثم عمل إطار عام مقترح لمعدل خصم يتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

وعلى هذا يتكون هذا البحث من المباحث التالية:

مبحث تمهيدى: ماهية التدفقات النقدية.

المبحث الأول: خصم التدفقات النقدية في الفكر الاقتصادي الإسلامي.

المبحث الثانى: معدل خصم التدفقات النقدية في الفكر الاقتصادي الإسلامي

* * *

مبحث تمهيدى
ماهية التدفقات النقدية

تتطلب عملية التقويم الاقتصادي والمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية توافر مجموعة من البيانات الأساسية رقمياً لتحديد الإيرادات والتكاليف النقدية المتعلقة بالمشروع الاستثماري بغرض تقويم الربحية الاقتصادية والبعد الاجتماعى للمشروع.

يتناول الباحث في هذا المبحث مفهوم التدفقات النقدية وأنواعها وأسباب تفضيلها في مجال دراسة الجدوى الاقتصادية عن مفهوم الربح المحاسبي وذلك من خلال ما يلي.

***

المطلب الأول
مفهوم التدفقات النقدية

تعبر التدفقات النقدية عن حركة النقود من وإلى المشروع، حيث أن تقويم المشروع الاستثماري يتطلب تحديد الإيرادات والتكاليف المتعلقة بهذا المشروع، حيث تعتبر الإيرادات التي تحصل في فترة معينة تدفقات نقدية داخلة للمشروع بينما تعتبر التكاليف التي تدفع في فترة معينة تدفقات نقدية خارجة من المشروع[١].

وعلى ذلك فإن التدفقات النقدية بالنسبة للمشروع الاستثماري تبدأ ببداية التفكير في المشروع وإقراره وبدء تنفيذه وتستمر حتى نهاية عمر المشروع الاقتصادي. ومن ناحية أخرى فإن التدفقات النقدية تهتم أساساً بتحديد التكاليف والإيرادات التي يتم إنفاقها أو تحصيلها فعلاً مع ربط هذه المبالغ بالفترة التي يحدث فيها السداد أو التحصيل بصرف النظر عن فترة الإستحقاق وتعتمد معظم معايير تقويم المشروعات الاستثمارية على مفهوم التدفقات النقدية أكثر من اعتمادها على مفهوم الربح المحاسبي[٢]، حيث أن الاعتبار في دراسات الجدوى يكون للأساس النقدي وليس لأساس الاستحقاق - الذى يعتمد عليه الفكر المحاسبي – ولأن مفهوم التدفقات النقدية يساعد في معالجة القيمة الزمنية للنقود.

❊❊❊

(١) انظر:

– د. حنفي زكي عيد(دراسةالجدوى للمشروعات الاستثمارية)، القاهرة: مطبعة دار البيان ،١٩٧٩م، ص٧٨.

– د. شوقي لاظ (دراسات الجدوى للمشروعات الجديدة)، القاهرة: بدون ناشر، ط٢،٢٠٠١م، ص٨٣، ٩٤.

(٢) Wood، F، «Business Accounting» Long man Inc. New York، ١٩٨٤، ٢٩٧-٢٨٠.

المطلب الثانى

أنواع التدفقات النقدية

يتـم الاعتماد على التدفقات النقدية عند تقويم المشروعات الاستثمارية والمفاضلة بينها لما لها من دور حيوي وفعال وصولاً إلى القرار الاستثماري الرشيد. ويوجد نوعان من التدفقات النقدية هما(١):

أولاً: التدفقات النقدية الخارجة.

ثانياً: التدفقات النقدية الداخلة.

ويتناول الباحث هذين النوعين بإيجاز كما يلي:

أولاً: التدفقات النقدية الخارجة:

تعبر التدفقات النقدية الخارجة عن جميع المبالغ التي سيتم إنفاقها على المشروع منذ ظهوره كفكرة وحتى الانتهاء من إنشائه وتجربة تشغيله وبدء الحصول على الإيرادات من تشغيل المشروع وكذا التكاليف المترتبة على تشغيل المشروع طوال عمره الاقتصادي.

يعتبر أي خطأ في تقدير التدفقات النقدية الخارجة في غير صالح المستثمر لأن ذلك يؤثر على العائد المتوقع من المشروع الاستثماري عند القيام بعملية التقويم والمفاضلة بين الفرص

(١) لمزيد من التفصيل، انظر على سبيل المثال:

- د. محمد محمود شعيب: «دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الاستثمارية»، (القاهرة: بدون ناشر، ١٩٩٨م، ص٨٧-١١٢).

- د. محمد عثمان إسماعيل حميد، (أساسيات دراسة الجدوى الاقتصادية وقياس مخاطر الاستثمار)،القاهرة: مطبعة النسر الذهبى، ١٩٩٠م، ص٤٧-٥٩.

- د. كوثر الأبجي: «دراسة الجدوى في ظل المفاهيم التقليديةوالفكر الإسلامي»، القاهرة:بدون ناشر ،١٩٩٦م، ص٧٣- ١٠٧.

الاستثمارية ويقلل من فاعلية التدفقات النقدية الداخلة لتغطية التكلفة الاستثمارية للمشروع الاستثماري[١].

يجب مراعاة الآتي عند تقدير التدفقات النقدية الخارجة:

١- التكاليف الاستثمارية للمشروع تدرج حسب سنوات إنفاقها وطبقاً للمبالغ التي تم دفعها خلال فترة الإنشاء.

٢- تقدير الإنفاق الاستثماري في الأصول الثابتة بعناصرها المختلفة منذ التعاقد على شراء الأصل حتى امتلاكه سواء كانت هذه الأصول شراء أراضي وأثاث ووسائل نقل وإقامة مباني وأى أصول ثابتة أخرى، بجانب الآلات وما يرتبط بها من مصاريف تركيب وشحن وتأمين بجانب ثمن شراء الآلات[٢].

٣- تقدير رأس المال العامل الدائم أو الحد الأدنى من الأصول المتداولة اللازم لدورة إنتاج وتشغيل واحدة[٣].

٤- تقدير المصروفات الإيرادية المؤجلة أو ما تسمى بمصروفات التأسيس وهي كافة المصروفات الرأسمالية التي تنفق خلال فترة إنشاء المشروع حتى بدء عملية التشغيل الفعلية فيما عدا ما يخص عمليات شراء واقتناء الأصول الثابتة.

ثانياً: التدفقات النقدية الداخلة:

هي عبارة عن جميع المدخلات النقدية المتوقعة التي يحصل عليها المشروع الاستثماري خلال فترة الإنشاء والتشغيل. وتعتبر التدفقات النقدية الداخلة من أهم عناصر التقويم والمفاضلة بين

---

(١) د. محمد عثمان إسماعيل حميد: المرجع السابق، ص٤٨.

(٢) Harold Bietman, Jr. and Seymours Midit, «The capital Budgeting Decision, Economic Analysis and Financing of Investment Projects» Fourth edition, Macmillan publishing co., Inc., New York, ١٩٧٥, p. ١٢١.

(٣) Ibid، p. ١٢١.

المشروعات الاستثمارية وعند اتخاذ قرار الاستثمار المناسب، كما أنها تؤثر في معدل نمو وتطور عملية الاستثمار وفي قدرة المستثمر على الوفاء بالتزاماته اتجاه الغير.

وتتكون التدفقات النقدية الداخلة من العناصر الآتية:

١ - الإيرادات: وتتكون من كافة الإيرادات الجارية والعرضية والرأسمالية التي يحققها المشروع خلال فترة عمره الاقتصادي والإنتاجى وتمثل قيمة المنتج أو الخدمة التي سيقدمها المشروع.

٢ - المقدمات: وتمثل إيرادات غير متوقعة ناتجة عن تحصيل بعض المقدمات عن منتجات أو خدمات لم يقدمها المشروع بعد.

٣- قيمة الخردة أو النفاية: وتتمثل فيما يلي[١]:

أ- القيمة البيعية للأصول غير القابلة للإهلاك وهى القيمة المقدرة لبيع تلك الأصول في نهاية العمر الاقتصادي للمشروع ومن أمثلة ذلك صافي القيمة المقدرة لبيع الأراضي التي يقام عليها المشروع وهى عبارة عن القيمة البيعية بعد خصم الضرائب في حالة تحقيق أرباح رأسمالية ناتجة عن عملية البيع.

ب- القيمة البيعية للأصول القابلة للإهلاك وهى القيمة المقدرة لبيع الأصول التي يتم إهلاكها وفقاً لمعدلات معينة ومنها المبانى والآلات والمعدات والأجهزة والأثاث وغيرها.

يتطلب تقدير عناصر التدفقات النقدية الداخلة إعداد قائمة دخل تقديرية يترتب عليها تقدير كل من صافي التدفق النقدي الداخل في كل سنة من سنوات التشغيل وتقدير إجمالي التدفق النقدي الداخل في كل سنة من سنوات التشغيل حتى يمكن استخدام معايير التقويم والمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية.

---

(١) د. حنفي زكي عيد: «دراسة الجدوى...»، مرجع سابق، ص٨٦- ٩١.

يجب مراعاة الآتي عند تقدير التدفقات النقدية الداخلة:

١- تتم المقارنة بين المشروعات الاستثمارية على أساس مفهوم التدفقات النقدية الداخلة والخارجة لتحديد المشروع صاحب أعلى تدفق نقدي داخل إضافي وعزل باقي المشروعات الأخرى.

٢- مراعاة عوامل عدم التأكد عند تقدير التدفقات النقدية الداخلة بوضع تقديرات احتمالية لها لتحديد التدفق النقدي الداخل التشاؤمي والأكثر احتمالاً والتفاؤلي.

٣- توجد علاقة بين التدفقات النقدية الداخلة والضرائب وطريقة تمويل المشروع الاستثماري على النحو التالي:

أ- تعتبر الضرائب من الحوافز الاستثمارية التي تساعد على زيادة التدفق النقدي الداخل إذ تمتع المشروع بإعفاءات ضريبية طبقاً للقانون المعمول به في الدولة.

ب- تتأثر الضرائب المستحقة بطريقة التمويل فإذا كان المشروع الاستثماري ممولاً ذاتياً فإن الدخل المحقق يخضع بالكامل للضرائب ولكن صافي الدخل المحقق سيكون كبيراً نسبياً. أما إذا كان الاستثمار ممولاً بالقروض فإن الفائدة على الأموال المقترضة تحد من عبء الضرائب على الدخل.

***

المطلب الثالث

أسباب تفضيل استخدام مفهوم التدفقات النقدية على مفهوم الربح المحاسبي

يوجد فارق بين التكاليف والإيرادات بالمفهوم المحاسبي وبين التدفقات النقدية الخارجة والداخلة فقد يزيد الإيراد أو يقل وأيضاً التكلفة في فترة معينة دون أن يترتب على ذلك تدفق نقدي، مثال ذلك حالة زيادة المبيعات الآجلة أو زيادة المصروفات المستحقة. ويرجع تفضيل استخدام التدفقات النقدية في تقويم المشروعات الاستثمارية بدلاً من مبدأ الاستحقاق بالمفهوم المحاسبي إلى عدة أسباب منها ما يلي[١].

أولاً: أن استخدام التدفقات النقدية في تقويم المشروعات الاستثمارية يمكننا من تجنب الكثير من المشاكل والتساؤلات التي تثار في حالة استخدام مبدأ الاستحقاق بالمفهوم المحاسبي ومن هذه المشاكل والتساؤلات ما يلي:

١ – ما هى النقطة التي يعتبر الإيراد قد تحقق عندها؟

٢ – ما هى النفقات التي يجب معالجتها كتكاليف استثمارية وبالتالي ترسل وتستهلك على عدة فترات مالية بدلاً من فترة واحدة؟

٣ – ما هى طريقة الإهلاك التي يجب استخدامها عند قياس الربح؟

٤ – ما هى الطريقة المناسبة لقياس تدفق المخزون؟ هل تستخدم طريقة الوارد أو لا صادر أو لا أم طريق الوارد أخيراً صادر أو لا أم أية طريقة أخرى؟

---

(١) راجع في ذلك:

– د. محمد شوقي بشادي (الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية)، القاهرة: دار الفكر العربي، ١٩٨٥م، ص٧٦–٧٨.

– د. حنفي زكي عيد، مرجع سابق، ص٧٨– ٨٠.

ويوجد جدل كبير حول الإجابات المتعلقة بهذه الأسئلة حيث تؤدي الأساليب المختلفة إلى مقاييس مختلفة للربح، وإذا استخدم الربح لتقويم المشروعات الاستثمارية فإن المشروعات ربما تبدو جيدة أو سيئة بالاعتماد على كيفية قياس الربح، وعلى ذلك فإن استخدام التدفقات النقدية يقلل الكثير من هذه التعقيدات.

ثانياً: التدفقات النقدية تأخذ القيمة الزمنية للنقود في الاعتبار وذلك من خلال إثبات التكلفة عند إنفاقها والإيراد عند تحصيله بينما مبدأ الاستحقاق يعتمد على تسجيل التكاليف والإيرادات في الفترة التي تستحق عنها هذه المبالغ بغض النظر عن تواريخ تحصيل هذه المبالغ إذ العبرة بمبدأ الاستحقاق هو واقعة الاستحقاق بينما أن العبرة في أسلوب التدفقات النقدية بواقعة حدوث التدفق النقدي مما يعني أخذ القيمة الزمنية للنقود في الحسبان.

ثالثاً: أن تقويم المشروع الاستثماري يتطلب تحديد التكاليف والإيرادات المتعلقة بالمشروع وهي تتمثل في تلك التكاليف والإيرادات التي سوف تترتب على تنفيذ المشروع الاستثماري وليس كل ما يستخدم في المشروع من موارد اقتصادية أي يتطلب تحديد التكاليف والإيرادات التفاضلية وليس التكاليف الكلية للمشروع، ويؤدي استخدام مفهوم التدفقات النقدية إلى سهولة تحديد التكاليف والإيرادات التفاضلية المرتبطة بكل مشروع مقترح.

ويقصد بالتكلفة التفاضلية التكلفة الزائدة نتيجة التغير في مستوى أو طبيعة النشاط مثل إضافة منتج جديد أو قناة توزيع جديدة أو آلة جديدة أو خدمة جديدة، وكذلك الإيراد التفاضلي هو الإيراد الذي يزداد تحت مجموعة من الظروف عن الإيراد تحت مجموعة أخرى.

رابعاً: من الأسباب الرئيسية لاستخدام مفهوم التدفقات النقدية في تقويم المشروعات الاستثمارية هو أن النقدية تكون السلعة التي يمكن استخدامها للقيام باستثمارات إضافية. ومن الخطأ تصور أن الربح يمكن استثماره فالربح ببساطة يكون مقياساً لقيمة زائدة بينما تكون النقدية شيئاً ملموساً.

خامساً: من الأسباب الثانوية لاستخدام مفهوم التدفقات النقدية هو أن التدفق النقدي من بديلين أو أكثر يمكن استخدامه لأغراض المقارنة باستخدام خصم التدفقات النقدية والمتحصلات المستخدمة في تحديد التدفق النقدي سوف لا تكون حينئذ مثل المبيعات والدخول الأخرى المستخدمة في حساب الربح وذلك للأسباب الآتية:

١ – بعض المتحصلات من العملاء ترجع إلى مبيعات سنوات سابقة كما أن بعض مبيعات السنة الحالية سوف لا تدفع قيمتها حتى نهاية السنة.

٢ – سوف تغطى المتحصلات بنوداً غير الدخل التجارى العادى مثل متحصلات من مبيعات مواد زائدة عن الحاجة ضرائب مستردة... إلخ. وبالمثل فإن المدفوعات سوف لا تتطابق مع الأعباء الظاهرة في حسابات النتيجة وذلك بسبب المقدمات والمستحقات.

وعلى الأخص فإن حسابات المصروفات تسجل تكلفة المواد (والقيم الأخرى المضافة) المستهلكة بينما حساب النقدية يغطي المدفوعات التي تمت فعلاً خلال الفترة بغض النظر عن استخدام المواد أو الخدمات في هذه الفترة من عدمه.

***

المبحث الأول

خصم التدفقات النقدية في الفكر الاقتصادي الإسلامي

يتناول الباحث في هذا المبحث موقف الفكر الاقتصادي الإسلامي من عملية خصم التدفقات النقدية عند تقويم المشروعات والمفاضلة بينها لما لها من أهمية كبرى في عملية التقويم، ويكون ذلك من خلال العناصر التالية:

المطلب الأول

أهمية خصم التدفقات النقدية

يعتبر خصم التدفقات النقدية من المفاهيم الأساسية في عملية تقويم المشروعات الاستثمارية، ويفضل الاعتماد على صافي التدفقات النقدية المتوقعة بدلاً من الاعتماد على صافي الربح المتوقع تفادياً للكثير من مشاكل أساس الاستحقاق، عند استخدام التدفقات النقدية للتقويم، والمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية تأخذ في الحسبان القوة الشرائية للنقود أي يتم المقارنة بين التدفقات النقدية الخارجة والتدفقات النقدية الداخلة لأن عامل الوقت له أهمية كبرى في تقويم المشروعات الاستثمارية، والسبب في ذلك يرجع إلى أن الانفاق الاستثماري (التدفقات النقدية الخارجة) والعائد من هذا الإنفاق الاستثماري عادة ما يتركز في فترة معينة بينما يتحقق العائد في تواريخ مختلفة خلال فترة العمر الاقتصادي للمشروع.

ولابد من أجل تحقيق مقارنة سليمة بين التدفقات النقدية الخارجة والتدفقات النقدية الداخلة واتخاذ قرار استثمارى صحيح من تحديد القيمة الحالية لكل نوع من هذه التدفقات في لحظة اتخاذ القرار، حيث يتم خصم مبالغ التدفقات النقدية المختلفة وإيجاد قيمتها الحالية في تاريخ معين باستخدام معدل الخصم المناسب الذى تحدده إدارة المشروع الاستثماري، ويتمشى ذلك مع مبادئ سلوك المستثمر الرشيد وهذه المبادئ كما يلي:

١ – أن المستثمر الرشيد يفضل استثمار أمواله في المشروعات التي تحقق له عائداً أكبر عن المشروعات التي تحقق له عائداً أقل مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة أو على حالها.

٢ – أن المستثمر الرشيد يفضل استثمار أمواله في المشروعات التي تحقق له عائداً في زمن أقل عن المشروعات التي تحقق له عائداً متأخراً – أي بعد فترة طويلة – مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة.

***

المطلب الثانى

موقف الفكر الاقتصادي الإسلامي من عملية خصم التدفقات النقدية

يعتقـد البعـض أن عملية خصم التدفقـات النقدية لأغراض وتحليـل وتقويم مشروعات الاسـتثمار أنهـا عملية غـير مشروعة، والسـبب في ذلك هو الارتبـاط الدائم بـين عملية خصم التدفقـات النقدية في الفكر الوضعى، وبين اسـتخدام معدلات الفائدة الربوية في هذه العملية، أو غـير ذلك مـن المعدلات الربويـة المعبرة عن تكلفة رأس المال المسـتثمر فهـذا التلازم الدائم قـد أوجـد انطباعـاً لـدى البعـض بحرمـة عملية خصـم التدفقـات النقديـة لأغـراض تقويم المشروعات الاستثمارية.

لـذا أثارت عملية خصم التدفقات النقدية بعض النقاش في الفكر الاقتصادي الإسـلامي عـما إذا كانت عمليـة الخصم لا تتعارض مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسـلامية. والسـبب في ذلـك أن التفكـير في عملية الخصم بالشـكل الذى يعرضه الاقتصاديـون الغربيون تجعل المفكر المسـلم يقع في حـرج حيث إن القيمة الحالية إذا كانت مرتبطة بسـعر الفائدة فإنها سـتكون غير مشروعة على أسـاس أننا وضعنا تكلفة للحصول على الأموال باعتبار أنها تفضيل زمنى للنقود ويمكـن لصاحـب الأموال وضع تلك الأموال في أحد البنـوك والحصول على تلك الفوائد(١). ومن ناحية أخرى توجد حالات لا يتم فيها الخصم مثل(٢):

١ - نقـص الاسـتثمارات البديلة المناسـبة بسـبب عوامـل محلية أو دولية، ففـي بعض دول البترول، على سـبيل المثـال لا يكون إنتاج برميل بترول زيادة الآن أكثـر إنتاجية من برميل ينتج فيما بعد.

---

(١) Zarqa, M.A., «An Islamic Persoetive on the Economic of Discounting in project evaluation». selected papers presented. To the internationalseminar on «Momentary and Fiscal Economies» International centre for Research in Islamic Economies, King Abdulaziz University, Jeddah, ١٩٨٣, p. ٢٢٤.

(٢) Ibid، p. ٢٣٨.

٢- أن هناك مشروعات أخرى أيضاً عندما تكون نتائج الاستثمار المقترح يصعب تحويلها إلى موارد يمكن استثمارها، وعلى سبيل المثال:

أ- بناء مستشفى حيث يكون عدد الأفراد الذين يتم معالجتهم هو الناتج.

ب- بناء مسجد حيث يكون عدد المصلين هو الناتج.

لكي يتم فهم منطق عملية خصم التدفقات النقدية في الفكر الإسلامي لابد من معرفة السبب الذى من أجله تتم هذه العملية، يتم خصم التدفقات النقدية عند صناعة القرار الاستثماري للآتى:

١- القرار الاستثماري لكي يكون رشيداً يحوى -بطبيعته- مقارنة بين المنافع المتوقعة من الاستثمار وبين التكاليف أو التضحيات التي تتم نتيجة تخصيص الأموال لهذا الاستثمار، فالتفكير في المنافع وفي الأضرار أو التكاليف والموازنة بينهما تفكير رشيد وانفاق أموال، للحصول على منافع في المستقبل لابد وأن تتم الموازنة بين المنافع المستقبلة وبين التكاليف المدفوعة بحيث ليس فقط تتم المحافظة على الأموال بل لابد من تنمية المال والمحافظة عليه من بين مقاصد الشريعة الإسلامية[1].

٢- إن التفضيل الزمني للنقود هو سلوك اقتصادى رشيد[2]. وليس من قبيل التفكير الرشيد أن نجمع حسابياً قيمة منافع المشروع رغم تولدها في سنوات مختلفة عبر حياة المشروع

---

(١) د. سيد الهوارى: «دليل تحليل الجدوى وتقييم المشروعات من منظور مصرفي إسلامى» ملحق موسوعة الاستثمار، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية (القاهرة: الاتحاد الدولى للبنوك الإسلامية، ١٤٠٤هـ، ص٤٧).

(٢) Iabal ، M. and M.F. khan «A survey of Issues and Aprogramme for ressarch in monetary and Fiscal Economic of Islam» ، selected papers presented to the international Seminar on ، «Monetriry and fiscal Economies» ، International centers for research in Islamic Economies ، King Abdulaziz University ، Jeddah. ١٩٨٣، p. ٧٧.

ونقارنها بالتكاليف التي تدفع الأن فلابد من تعديل المنافع المستقبلية بقيم حالية حتى يمكن أن تكون المقارنة رشيدة. فالإسلام يشجع ويحث على التفكير الرشيد لتحقيق التخصيص والتشغيل الكفء للموارد، وعلى ذلك فليس من غير المعقول الإصرار على عدم خصم التدفقات النقدية بحجة ارتباط ذلك بمعدل الفائدة الربوي طالما أن معاملات المشروع الاستثماري لا تنطوى على التعامل بالفائدة الربوية.

٣- السعي لتحقيق أفضل تخصيص أو استخدام للموارد مسألة لا يختلف عليه اثنان، ليس فقط من قبيل حفظ الموارد ولكن لمتطلبات النمو الاقتصادي المرغوب. والقيم الحالية كأسلوب للمقارنة بين المنافع وبين التكاليف أسلوب من أساليب ترشيد الإنفاق بالمقارنة على نفس المستوى الزمني بصرف النظر عن الخلط الذى يحدثه الاقتصاديون عن التفضيل الزمني[1].

وعلى ذلك فإن عملية خصم التدفقات النقدية لأغراض تقويم المشروعات الاستثمارية لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية بشرط تجريدها من الوسائل والأساليب والأدوات المحرمة وخاصة الفائدة؛ لأن الشبهة تجاه عدم استخدام الخصم في الفكر الاقتصادي الإسلامي ترجع أساساً لارتباط الخصم بالفائدة التي يحرمها الإسلام، ولكن طالما أن الخصم لا يتطلب بالضرورة الفائدة فإن ذلك يعني إمكانية قبول الخصم إسلامياً، ويستند الباحث في ذلك على إجازة الفقهاء للاختلاف في السعر الحاضر عن السعر الآجل في البيوع الآجلة، لما للزمن من وجود تأثير قوى على النشاط الاقتصادي والقرارات الاقتصادية للأفراد والجماعات.

وكذلك إجازة الفقهاء لبيع السلم، وصورته مثلاً أن يدفع رجل مبلغ ألف ديناراً لمائة أردب من القمح يسلمها له المزارع عندما ينضج القمح ويحصده، ويكون عادة ثمن الأردب أقل من ثمنه المتوقع عند حصد الزرع، لكنه يختلف عن الربا بأن السعر مستقبلاً على خطر أن يكون أقل من السعر المشترى به، فالبيع فيه خطر الربح والخسارة بخلاف الربا فإن الربح مضمون بدون سلعة مشتراه وبدون عمل.

(١) د. سيد الهواري: «دليل تحليل الجدوى...»، مرجع سابق، ص٤٨.

ومن ثم فإن الفكر الاقتصادي الإسلامي يقر إمكانية تقويم البعد الزمني للمشروع مالياً بالقياس على نوعين من البيوع هما[١]:

أ- البيوع الآجلة.

ب- بيع السلم.

فالفرق بين السعر النقدي والمؤجل جائز في بيع السلم والبيع الآجل، أي أن للبعد الزمني قيمة مالية يمكن تقديرها وقياسها نقداً.

أما القروض فليس للبعد الزمني فيها أية قيمة مالية وإلا وقعنا في طائلة الربا المحرم أو سعر الفائدة. ويتبين من ذلك كله أن الشريعة الإسلامية بتحريمها لفائدة القرض وتحليلها للزيادة في البيع تنشئ نظاماً تتلازم فيه التدفقات النقدية مع التدفقات الحقيقية مما يقضي على أخطر أسباب التقلبات وعدم الاستقرار. ويتجلى من ذلك أيضاً أن الفائدة على القروض لا تلحق الظلم بالفرد فحسب بل تسبب أيضاً ضرراً بالغاً للاقتصاد بكامله[٢].

---

(١) لمزيد من التفصيل، انظر:

- د. عبد الستار أبو غدة: «البيع المؤجل»، سلسلة محاضرات العلماء البارزين، رقم (١٦) (جدة: البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ١٤١٩هـ-٢٠٠٠م).

- د. الغريب ناصر: «أصول المصرفية الإسلامية وقضايا التشغيل»، (القاهرة: دار أبوللو، ط١، ١٩٩٦م، ص٣١١، ٣١٢).

- د. رضا سعد الله: «مفهوم الزمن في الاقتصاد الإسلامي»، ورقة مناقشة رقم (١٠)، (جدة: البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ١٤٢٠هـ).

(٢) يمكن الرجوع إلى:

- د. شوقي دنيا(الشبهات المعاصرة لإباحة الربا عرض وتفنيد)،الرياض : دار معاذ للنشر ،١٤١٤هـ، ص ٤٧٥-٤٨٥.

- د. حمدي عبد العظيم(دراسات الجدوى الاقتصادية في البنك الإسلامي) ، القاهرة : المعهد العالمي للفكر الإسلامي،ط١ ، ١٤١٧هـ -١٩٩٦، ص٤٨، ٤٩.

أما المشروعات الاستثمارية العامة فإن المفاضلة بينها تتم حرصاً على حسن استخدام الموارد وجودة تخصيصها. ولكن في مجال تقويم المشروعات الاستثمارية والمفاضلة بينها، فإن الدولة الإسلامية تستوى عندها مصالح الجيل الحاضر مع مصالح الأجيال القادمة ولا يجوز لها أن تفضل الحاضر عن المستقبل بل عليها أن تأخذ في الاعتبار مصالح الأجيال القادمة. فالملكية العامة في الدولة الإسلامية تعمل على تحقيق التوازن بين أفراد الجماعة الإسلامية في الجيل الواحد ثم تحقيق التوازن بين الأجيال الإسلامية[١]، وبيان ذلك في رفض سيدنا عمر ابن الخطاب رضي الله عنه توزيع الأراضي المفتوحة بين القلة من الفاتحين فأوقفها في صالح جميع الأجيال[٢].

وهذه السياسة الاقتصادية التي طبقها أمير المؤمنين عمر بن الخطاب رضي الله عنه في توزيع أرضي السواد تجعل من يقوم بتقويم المشروعات الاستثمارية العامة والمفاضلة بينها يأخذ في الاعتبار الجيل الحالى والأجيال القادمة. وبهذا يتأكد أن الدولة الإسلامية وحدة متكاملة على اختلاف الأمكنة وامتداد الأزمنة وأنها على مر العصور حلقات متماسكة يعمل أولها لخير آخرها ويغرس سلفها ليجنى خلفها ثم يأتى الآخر فيكمل ما بدأه الأول ويفخر الأحفاد بما فعله الأجداد.

***

(١) د. رفعت العوضي: «النظام الاقتصادي في الإسلام»، القاهرة : مطبعة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ،ط٢٠٠٠،١م، ص١٤٤.

(٢) انظر:

- أبو يوسف يعقوب بن إبراهيم: «الخراج»، تحقيق محمد إبراهيم، (القاهرة: دار الإصلاح للطبع والنشر والتوزيع، بدون تاريخ، ص٢٤-٢٧).
- أبو عبيد القاسم بن سلام: «الأموال»، تحقيق وتعليق محمد خليل هراس، (القاهرة: مكتبة الكليات الأزهرية، ط١، ١٩٦٩م، ص٦٠- ٦٥).

المطلب الثالث

تطبيقات عملية للخصم الزمني في الفكر الاقتصادي الإسلامي

في ضوء ما سبقت الإشارة إليه من أهمية خصم التدفقات النقدية في عملية تقويم المشروعات الاستثمارية والمفاضلة بينها واتخاذ القرار الاستثماري وأن عملية خصم التدفقات النقدية في حد ذاتها لا اعتراض عليها لأنها لا تعدو سوى أن تكون عملية قياس وتقدير سابق للفعل وأنها لا تتوقف حتماً على وجود سعر الفائدة. فإنه يمكن القول بأن مفهوم القيمة الزمنية للنقود لا حرج عليه ولا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية، وفي الحقيقة فإن التفضيل الزمني له تطبيقات عملية كثيرة في الإسلام منها على سبيل المثال:

١ - يعترف الإسلام بأن مال الحاضر أفضل من مال المستقبل وأن الأجل في الماليات يعتبر إنقاصاً حكمياً لها، وفي ذلك يقول الإمام الكاسانى: «العين - أي الحاضر - خير من الدين، والمعجل أكثر قيمة من المؤجل - ومن هنا حرم بيع الطعام بمثله على الأجل لأن في الحال فضل مال خال عن العوض في المؤجل»[(١)] وهكذا نجد أن تفاوت المال الحاضر عن المال المستقبلى أمر معترف به لدى علماء الإسلام وأن المال كلما زاد أجله نقصت قيمته.

٢- فرض الزكاة على الأرصدة النقدية متى بلغت نصاباً وحال عليها الحول ولم تستثمر أو تستهلك، وعلى هذا فإن عائد الاحتفاظ بالنقود في سيولة كاملة عائد سلبي قدره ٥ , ٢٪.

٣- تناول الفقه الإسلامي مسألة تحويل التدفقات النقدية إلى مال حاضر وذلك عند بحث موضوع الزكاة بالنسبة لشخص له مال معين وعليه دين مثله وله على شخص دين مقسط على أقساط معينة[(٢)] في هذه المسألة قال ابن القاسم: ينظر إلى القيمة الحالية لمجموع الأقساط

---

(١) علاءالدين أبوبكر مسعود الكاساني: «بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع» بيروت : دار الكتاب العربي، جـ٦،ط٢،١٤٠٢هـ-١٩٨٢م ص٣١١٥.

(٢) انظر: د. شوقي دنيا: «تمويل التنمية في الاقتصاد الإسلامي دراسة مقارنة»، بيروت :مؤسسة الرسالة،ط١، ١٤٠٤ه_١٩٨٤م، ص١٢١.

التـي للرجـل ثم نقارنها بالدين الذي على الرجل فإن تسـاويا زكي ما معـه من نقود متى بلغت النصـاب يقول (سـحنون): «أرأيت إن كان لرجل دنانير ناضـة، وعليه من الدين مثل الدنانير، وله مكاتبون فقال: ينظر إلى قيمة الكتابة. قلت: كيف؟ فقال: يقال ما قيمة ما على هذا المكاتب من هذه النجوم - الأقساط- على محلها بالعاجل من العروض، ثم يقال ما قيمة هذه العروض بالنقد لأن ما على المكاتب لا يصح أن يباع إلا بالعرض إذا كان دنانير أو دراهم، فينظر إلى قيمة الكتابة الآن بعد التقويم فيجعل دينه فيه لأنه مال له لو شاء أن يتعجله تعجله»[(١)] وهنا يستخدم طريـق الرجوع إلى القيمة العينية الحالية للمال المؤجـل، بمعنى ما هي القوة الشرائية الحالية لهذا المـال المؤجل؟ ومنه يعرف قيمته الحالية النقدية، والحكمة من توسـيط أمـوال مغايرة أن الدين متى كان نقداً لا يصح أن يباع بنقد وإلا كان بيع نقد بنقد مؤجل وهو ربا[(٢)].

٤- أجاز الإسلام زيادة الثمن نظير التأجيل[(٣)]. فللفرد أن يبيع سلعته بثمن مؤجل أكبر من ثمنها الحاضر[(٤)] وهنا يقر الإسلام بوجود قيمة للزمن ويعترف بميل الإنسان الفطري لتفضيل العين على الدين والمعجل على المؤجل. ومسـوغ الزيـادة في الثمن مقابل الأجل أن الزمن الذي ينتظره البائع قبل تسلم الثمن وبعد تسليم المبيع يتضمن منافع محتملة لفرص بديلة يتنازل عنها البائع لصالح المشتري[(٥)].

٥- وضـع فقهـاء المالكية قاعدة نفيسـة[(٦)] لتقدير ديـن التجارة المؤجـل بقيمته الحالية على أسـاس المبادلة - العرض والطلب- لا على أسـاس الحطيطة وذلك عنـد معالجتهم زكاة الدين

---

(١) أبو عبدالله مالك بن أنس الأصبحى: «المدونة الكبرى»،رواية سـحنون عن بن القاسـم عن الإمام مالك ،القاهرة :مطبعة السعادة ، جـ١٣٢٣،١ه، ص٢٧٣.

(٢) د. شوقي دنيا: «تمويل التنمية...»، مرجع سابق، ص١٢٢.

(٣) السيد سابق: «فقه السنة»، القاهرة :الفتح للإعلام العربي،ط١، جـ١٤٢١،٣ه_٢٠٠٠م، ص١٠٠.

(٤) د. رضا سعد الله: «مفهوم الزمن....»، مرجع سابق، ص٢٠-٢٩.

(٥) د. رفيق المصري: «بيع التقسيط: تحليل فقهى واقتصادى»، (بيروت: الدار الشامية، ١٤١٠هـ- ١٩٩٠م، ص٥٥).

(٦) نقلًا عن: د. شوقي شحاته: «البنوك الإسلامية»، (جدة: دار الشروق، ١٩٧٧م، ص٢٥).

وتتلخص هذه القاعدة في أنه: (طالما كان دين التجارة المؤجل مرجوا – أي غير مشكوك فيه– يقوم بعرض ثم يقوم العرض بنقد حال) وضربوا لذلك مثلاً أنه إذا كان له عشرة دنانير مؤجلة يقال ما مقدار ما يشترى بهذه العشر دنانير المؤجلة من الثياب مثلاً؟ فإذا قيل خمسة أثواب، قيل: وإذا بيعت هذه الخمسة بنقد حال فبكم تباع؟ فإذا قيل بثمانية دنانير اعتبرت هذه الثمانية قيمة للعشر دنانير المؤجلة. هذه القاعدة تحل مشكلة تقدير القيمة الحالية للديون المؤجلة بعيداً عن سعر الفائدة وقاعدة الخصم الربوي.

وعلى ذلك فإن للبعد الزمني قيمة مالية في إطار الفكر الاقتصادي الإسلامي وقد طبق ذلك فعلاً في فقه المعاملات الإسلامية وأن خصم التدفقات النقدية مقبول إسلامياً وضروري لعملية تقويم المشروعات الاستثمارية والمفاضلة بينها بشرط عدم استخدام سعر الفائدة في عملية التقويم لأنها تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية ومن ثم يجب البحث عن معدل آخر يستخدم في عملية خصم التدفقات النقدية بدلاً من سعر الفائدة.

* * *

المبحث الثانى

معدل خصم التدفقات النقدية في الفكر الاقتصادي الإسلامي

يلاحظ أن عملية خصم التدفقات النقدية عنصر أساسى من عناصر تقويم المشروعات الاستثمارية والمفاضلة بينها لتحديد القيمة الحالية لكل نوع من هذه التدفقات النقدية لجودة القرار الاستثماري وأنها لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية بشرط عدم الاعتماد على سعر الفائدة في عملية الخصم: ومن ثم يجب وضع مقترح لمعدل خصم يتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية للوصول إلى القيمة الحالية للتدفقات النقدية لأغراض تقويم المشروعات الاستثمارية في الفكر الاقتصادي الإسلامي، وهذا ما سوف يتناوله هذا المبحث من خلال العناصر الآتية:

المطلب الأول

تقويم سعر الفائدة

يختص هذا المطلب بعمل دراسة تقويمية لسعر الفائدة باعتباره من أساسيات عملية خصم التدفقات النقدية في الاقتصاد الوضعي وبيان مدى الحاجة إلى معدل خصم يتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية لأن رفض الفكر الاقتصادي الإسلامي لسعر الفائدة يقوم على مجموعة من الحجج والأسانيد منها ما هو متعلق بذات سعر الفائدة ومنها ما هو متعلق بآثار سعر الفائدة الاقتصادية والاجتماعية والخلقية السيئة.

سوف يركز الباحث على تقويم سعر الفائدة كمعيار لتحديد تكلفة رأس المال المستثمر واستخدامه كمعدل خصم للتدفقات النقدية في دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، وفيما يلي بعض آثار سعر الفائدة الضارة على المجتمع ككل[1]:

---

(١) على سبيل المثال، انظر:

- د. حسين شحاته: «نحو مؤشر إسلامى للمعاملات المالية الآجلة مع التطبيق على المصارف الإسلامية»، بحث مقدم لندوة البركة للاقتصاد الإسلامي الثانية والعشرين، (البحرين: المنامة، ١٩- ٢٠ يونيو ٢٠٠٢م، ص١٠-١٣). =

١- المعدل العادل: هناك صعوبة في تحديد سعر الفائدة العدل الذي يمثل مقابل التضحية التي ضحى بها صاحب رأس المال مقابل تنازله عن حق استخدام رأس ماله للغير، إذ غالباً ما يتأثر سعر الفائدة بالآتي:

أ- يتأثر سعر الفائدة في الأسواق بالقوانين الوضعية التي تضعها الحكومات والمنظمات والهيئات العالمية ونحوها.

ب- يتأثر سعر الفائدة بالمفاوضات وبالنوازع الشخصية لأصحاب المصارف الذين يسيطرون على الحكومات.

وعلى ذلك فإن سعر الفائدة في الاقتصاد الوضعي لا يتحدد على أساس الدراسة العلمية والاقتصادية للتضحية والعائد، ومن ناحية أخرى يودي الاعتماد على سعر الفائدة كمعيار لتحديد تكلفة رأس المال إلى إهمال عنصر الحركة الديناميكية التي يتميز بها النشاط الاقتصادي حيث يجب أن يتحرك عنصر التكلفة مع حركة عنصر العائد.

٢- الاستقرار الاقتصادي: الإقراض بفائدة يودي إلى التوسع في الائتمان إلى أكثر مما تدعو إليه حاجة المتعاملين في السلع والخدمات فيحدث تبعاً لذلك انفصام بين دائرة المبادلات الحقيقية ودائرة التدفقات النقدية وهو جوهر عدم الاستقرار الاقتصادي، وقد أورد موريس آليه[(١)] أن التدفقات النقدية بين مجموعة الدول السبع الكبرى تزيد على التدفقات الحقيقية

= - د. عبد الحميد الغزالى: «الأرباح والفوائد المصرفية بين التحليل الاقتصادي والحكم الشرعى»، (جدة: البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ١٤١٤هـ-١٩٩٤م).

- د. شوقي أحمد دنيا: «الشبهات المعاصرة لإباحة الربا عرض وتفنيد»، (الرياض: دار معاذ للنشر، ١٤١٤هـ، ص٩٥- ١٢٢).

- أحمد حسن: «الأوراق النقدية في الاقتصاد الإسلامي قيمتها وأحكامها»، (بيروت: دار الفكر المعاصر، ط١، ١٩٩٩م، ص٢٩٩-٣٠٢).

(١) موريس آلية: «الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق: من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد»، (جدة: البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ١٤١٣هـ-١٩٩٢م، ص٦٤).

للسلع والخدمات بمقدار (٣٤) ضعفاً وأرجع آلية هذا الخلل الفادح في الاقتصاد العالمي إلى آلية القرض التي تسمح بسداد النفقات والديون بمجرد وعود للدفع دون أي مقابل حقيقي والتي تدعم المراهنة، إذا يمكن للمتعاملين في الأسواق أن يشتروا بدون أن يدفعوا وأن يبيعوا بدون أن يحوزوا، وينتج عن ذلك توسع طائش في الائتمان وتقلبات حادة ومتكررة لأسعار الصرف وعدم استقرار جوهري للاقتصاد ككل.

٣- ارتفاع التكلفة: أحياناً يقوم المدين الذي يقترض رأس المال باستخدامه في شراء عروض قنية (أصول ثابتة) تساعد في زيادة أداء النشاط الذى يمارسه ويترتب على ذلك إضافة سعر الفائدة إلى ثمن الأصل الثابت ويؤدى ذلك إلى ارتفاع تكلفته، ويعني ذلك أن سعر السلعة قد تحمل بأعباء رأس المال مرتين:

الأولى: تمثل في حساب قسط استهلاك الأصل.

الثانية: تتمثل في الفائدة على رأس المال الذى اقتنى به الأصل.

وهذا خطأ من الناحية الاقتصادية حيث يودي إلى حدوث ارتفاع في التكاليف.

٤- سوء تخصيص الاستثمار: من الناحية الاستثمارية البحتة يسعى المقترض إلى توجيه الأموال المقترضة إلى الأوجه التي تأتى بعائد أكبر من سعر الفائدة حتى يحقق هدفه وهو تحقيق أكبر ربح ممكن والذي يتمثل في الفرق بين العائد وتكلفة المال المقترض بصرف النظر عن الآثار السلبية والإيجابية على الاقتصاد القومي وأي أخلاقيات للمجتمع ولكى يستطيع رأس المال المستدان بالربا أن يربح ربحاً مضموناً ليؤدى الفائدة الربوية ويبقى له شئ يقوم باستثمار المال في الأفلام القذرة والصحافة القذرة والمراقص والملاهي لأن معدل العائد في مثل هذه المشروعات مرتفع، بمعنى أن المقترض بسعر الفائدة ليس همه أن ينشيء أنفع المشروعات الاستثمارية للمجتمع بل همه أن ينشئ أكثرها ربحاً حتى ولو كان يتولد من مشروعات استثمارية قذرة[1].

٥- إعاقة النمو الاقتصادي: الاعتماد على سعر الفائدة كمعيار لقياس تكلفة رأس المال المستثمر يعمل على إعاقة النمو الاقتصادي حيث تتركز الاستثمارات في المشروعات التي تعطي

(١) سيد قطب: «العدالة الاجتماعية في الإسلام»، (القاهرة: دار الشروق، ١٩٨٠م، ص١٨).

عائداً أعلى من معدل الفائدة ويترتب على ذلك تعطيل موارد اقتصادية بسبب إحجام رأس المال عنها. ويؤكد ذلك كينز حيث يرى: أن معدل سعر الفائدة يعوق النمو الاقتصادي لأنه يعطل حركة الأموال نحو الاستثمار في حرية وانطلاق، ويرى أنه إذا أمكن إزالة هذا العائق فإن رأس المال سيتحرك وينمو بسرعة(١).

٦- قتل الحافز الفردى: فصاحب رأس المال يقدم رأس ماله إلى المدين حيث يقوم الأخير باستغلاله واستثماره في أي وجه من أوجه الاستثمار، ويكون هَمُّ صاحب رأس المال هو الحصول على الفائدة، وهذا بدوره يقود إلى الكسل والخمول وقتل الحافز الشخصي لدى أصحاب الأموال وبذلك لا تنمو هذه الأموال بسرعة كما هو الحال لو أن صاحب المال قام بإدارة أمواله بنفسه. إن المؤمن مطالب بتثمير ماله وتكثيره وشرط الله عز وجل عليه أن يلتزم في تنمية ماله بوسائل لا ينشأ عنها الأذى للآخرين ولا يكون من جرائها تعويق أو تعطيل لجريان الأرزاق بين العباد ودوران المال في الأيدي على أوسع نطاق(٢).

يتضح مما سبق أن سعر الفائدة كمعدل لخصم التدفقات النقدية معيب من الناحية الاقتصادية لأنه لا يعكس التضحية والعائد من تشغيل الأموال، كما يصعب تحديد المعدل العدل عملياً وعلمياً خلال عمر القرض وذلك لتغير الظروف الاقتصادية المحيطة بالمشروع الاستثماري هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فإنه لا يتوافق مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية لأن الفائده هي عين الربا. وهكذا يتضح بجلاء أن هناك حاجة ضرورية لإيجاد معدل خصم يكون بديلاً عن سعر الفائدة الربوية المستخدم في عملية خصم التدفقات النقدية لأغراض تقويم المشروعات الاستثمارية في الفكر الاقتصادي الإسلامي.

❊❊❊

(١) نقلًا عن د. إبراهيم الطحاوي: «الاقتصاد الإسلامي: مذهباً ونظاماً»، (القاهرة: من مطبوعات مجمع البحوث الإسلامية، جـ١، ١٩٧٤م، ص٢٩٧).

(٢) سيد قطب: «العدالة....»، مرجع سابق، ص١٩، ٢٠.

المطلب الثانى

تقويم معدلات خصم التدفقات النقدية في الفكر الاقتصادي الإسلامي

يستند معدل خصم التدفقات النقدية في الفكر الاقتصادي الإسلامي إلى مفهوم الربح الاحتمالي كمعدل لخصم التدفقات النقدية الداخلة والخارجة المقدرة للمشروع الاستثماري لإيجاد القيمة الحالية الصافية لها وذلك بدلاً من معدل الفائدة الذي يعتمد على الربا المحرم. ويمكن رصد مجموعة من المقترحات لمعدل خصم التدفقات النقدية في الفكر الاقتصادي الإسلامي، وسوف يتناول الباحث هذه المقترحات بالدراسة والتقويم بهدف الوصول إلى معدل خصم يتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية يمكن استخدامه في عملية خصم التدفقات النقدية.

وتتمثل هذه المقترحات فيما يلي:

المقترح الأول[١]:

وطبقاً لهذا المقترح يتم استخدام متوسط النسبة المئوية للأرباح المتوقعة إلى رأس المال المستثمر في المشروعات المماثلة ونفس درجة المخاطرة وصيغ الاستثمار كمعدل خصم للتدفقات النقدية وفي كل الحالات يتم تعديل متوسطات معدل الخصم بما يتلائم مع معدل التضخم وتحليل المخاطر مع معامل التكلفة البديلة بحيث تكون معدلات الخصم ملائمة للظروف الاقتصادية السائدة في الاقتصاد القومي، ويلاحظ على هذا المقترح مايلي:

١ - أن استخدام متوسط النسبة المئوية للأرباح يتطلب إعداد بيانات الربحية للمشروعات الأخرى ولكن لم يتم توضيح المقصود بهذه النسب المئوية وهل تعني هذه الطريقة المشروعات المثيلة أم المشروعات الأخرى بصفة عامة؟[٢].

(١) د. حسين شحاته: «مفهوم تكلفة رأس المال المستثمر في الفكر الإسلامي دراسة مقارنة»، (المجلة العلمية، جامعة الأزهر، كلية التجارة، السنة الأولى، العدد الأول، ١٩٧٨م، ص٥٤).

(٢) د. كوثر الأبجي: «دراسة جدوى الاستثمار في ضوء أحكام الفقه الإسلامي»، (مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، العدد الثانى، المجلد الثاني، شتاء ١٩٨٥م، ص٢٢).

٢- أن هذا المقترح يهتم بالمستقبل أكثر من الماضي ولم يوضح كيفية استخراج متوسط هذه النسبة المئوية للأرباح المتوقعة.

٣- يساوي هذا المقترح بين جميع أنواع المشروعات البديلة بغض النظر عن أهميتها النسبية وتحقيقها لمقاصد الشريعة الإسلامية.

المقترح الثانى[(١)]:

طبقاً لهذا المقترح يتم استخدام معدل العائد على الودائع المركزية القصيرة الأجل كمعدل لخصم التدفقات النقدية وهذه الودائع هي حسابات يفتحها المصرف المركزى لدى المصارف الأعضاء لتستثمرها في القطاع الإنتاجي.

ويلاحظ على هذا المقترح ما يلي:

١- أنه يأخذ في الحسبان أرباح الودائع المركزية قصيرة الأجل فقط ومن ثم فإنه لا يعبر عن حقيقة الأرباح في المجتمع ككل مما يؤثر على النتائج المستخرجة منه[(٢)].

٢- أنه يلزم لتنفيذه وجود نظام اقتصادى يقوم بالكامل بتطبيق الشريعة الإسلامية ويشرف على النظام النقدي فيه بنك مركزي إسلامي.

٣- عدم أخذ التغيرات المستقبلية في الأرباح في الحسبان لاعتماد حساب هذا المعدل على بيانات تاريخية عن سنوات سابقة على تاريخ إعداد دراسات الجدوى الاقتصادية. مع الأخذ في الاعتبار أنها دراسات مستقبلية.

٤- أنه يعطى فكرة عامة من متوسط عوائد الأنشطة الاقتصادية التي تقوم بها المصارف الإسلامية والمشروعات الاستثمارية التي تتبع صيغ استثمار إسلامية.

---

(١) د. معبد علي الجارحي: «نحو نظام نقدي ومالى إسلامي: النظرية والتطبيق»، المركز العالمي لأبحاث الاقتصاد الإسلامي، (جدة: جامعة الملك عبد العزيز، ١٩٨١م، ص٤٧- ٤٩).

(٢) د. حمدي عبد العظيم: «دراسات الجدوى ....»، مرجع سابق، ص٥٠.

المقترح الثالث[(١)]:

يـرى صاحب هذا المقترح أن معـدل الخصم يكون معدل العائد على أفضل اسـتثمار بديل يتصف بنفس مواصفات المشروع تحت الدراسة من حيث الشرعية والأولوية الإسلامية ودرجة المخاطـرة. ويتوقـع صاحب هـذا الاقتراح وجود أكثـر من معدل للخصـم ليعكس تفضيلات المسـتثمر المسـلم ففـي حالة المشروعات التي تفي بحاجة إنسـانية أساسـية وتقـع في الدرجات الأولى من سـلم الأولويات الإسـلامية يتوقع أن يكون معدل الخصم منخفضاً في حين يتطلب الأمـر رفـع معدل الخصم إذا كان المـشروع ينتج ويوزع كماليات. معنـى ذلك أن معدل الخصم يجب أن يعتبر أداة حاسمة لتخصيص الموارد المالية المتاحة للاستثمار.

ويلاحظ على هذا المقترح ما يلي:

١- يرتبط معدل الخصم المقترح بمعدل واحد مختار وليس نسبة متوسطة لعوائد الاستثمارات البديلـة. وهذا لا يعطينا صورة حقيقية عن الربحية لمثل الاسـتثمار الذي يراد تقويمه من خلال العوائد الفعلية المحققة عنه في المجتمع الاقتصادي وهذا هو الغرض الأساسي من اختيار معدل للخصم يعتمد على الربح بدلاً من سعر الفائدة[(٢)].

٢- إن هذا المعدل يختص بأحسن استثمار بديل وهذا ما سيؤدى إلى رفع معدلات الربحية المطلوبـة عـلى الاسـتثمارات محـل التقويم، وهـذا الاختيـار غير عادل ولا يتناسـب مـع الفكر الاقتصادي الإسلامي الذى يرفض فكرة العائد الثابت أو الفائدة ويتبنى مفهوم الربح الاحتمالي من الأنشطة الفعلية للمشروعات الاستثمارية.

٣- اختيار أعلى معدل ربحية محقق يأخذ في الاعتبار جانب الربح فقط ويتجاهل الاحتمال الثـاني وهو الخسـارة وبذلك يكون اختيار أعلى معدل ربحية اختيـاراً قاصراً لا يعبر عن حقيقة

---

(١) د. سيد الهوارى: مرجع سابق، ص٤٣٣.

(٢) د. كوثر الأبجى: «دراسة جدوى...»، مرجع سابق، ص٢١، ٢٢.

العائد ولا يحقق الغرض الأساسي من استخدامه وهو خصم التدفقات النقدية باستخدام معدل فعلي للعائد الاحتمالي.

٤- يلاحظ أن الالتزام بالأولويات الإسلامية غرضاً يمكن اعتباره فقط في تقويم المشروعات العامة والتخطيط وتخصيص الموارد من قبل الدولة، أما بالنسبة للأفراد فليس من المقبول فرض هذا الشرط عليهم حيث تعتبر إقامة الضروريات في المجتمع الإسلامي فرض كفاية أما إلزامهم بسلم الضروريات ثم التكميليات ثم التحسينيات فهو قيد لم يلزم المشرع الإسلامي الأفراد حتى نفرضه عليهم.

٥- إن معدل الخصم المقترح سيكون منخفضاً في السلع ذات الأولويات الإسلامية ومرتفعاً في إنتاج الكماليات ولكن لا يصلح استخدام المعدل بهذه الكيفية إلا بالنسبة للدولة فقط.

المقترح الرابع(١):

يرى صاحب هذا الاقتراح استخدام متوسط المعدل المتوقع مقدراً بأوزان نسبية لعوائد الاستثمارات المثيلة التي تتصف بنفس درجة المخاطرة للمشروع تحت الدراسة وذلك كمعدل لخصم التدفقات النقدية. ويحسب معدل الخصم في هذا المقترح باستخدام الصيغة الآتية:

$$م = \frac{مجـ و (ع١ و١ + ع٢ و٢ + ... + ع ن و ن)}{مجـ و}$$

(١) د. كوثر الأبجي: «دراسة جدوى....»، مرجع سابق، ص٢٣- ٢٤.

حيث أن:

م = معدل الخصم المطلوب.

ع = معدل العائد المتوقع للاستثمار.

و = الوزن النسبى أو الاحتمالي.

ويمكن استخراج ع١، ع٢، .../ع ن باستخدام إحدى طرق التنبؤ. ويلاحظ على هذا المقترح ما يلي:

١- يعتمد هذا الاقتراح على بيانات تاريخية بما تتضمنه من عيوب من ناحية كما أنها يمكن ألا تتوافر أو يكون من الصعب الحصول عليها من ناحية أخرى.

٢- لم يوضح هذا الاقتراح كيف يتم استخراج المعدل في حالة عدم وجود مشروعات مثيلة أو في حالة مشروعات مثيلة ولكن لا تتصف بنفس درجة المخاطر(١).

المقترح الخامس(٢):

يرى صاحب هذا المقترح استخدام المعدل المتوقع لأرباح البنوك الإسلامية مرجحاً بنسبة متوسط الربح في البنوك الإسلامية إلى متوسط الربح في الجهاز المصرفي كله (بنوك إسلامية وبنوك تقليدية)، ويرى صاحب هذا المقترح الاحتكام إلى الوزن النسبي لأرباح المشروعات التي تقوم بها البنوك الإسلامية من خلال صيغ الاستثمار إلى إجمالي أرباح مختلف الأنشطة الاقتصادية في المجتمع سواء منها ما تحققه البنوك الإسلامية أو ما تحققه البنوك التقليدية وذلك كأساس للترجيح.

---

(١) خالد مصطفى محمود إبراهيم: «التقييم المحاسبي للمشروعات في الفكر الإسلامي»، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ١٩٨٩م، ص١٢٦.

(٢) د. حمدي عبد العظيم: «دراسة الجدوى....»، مرجع سابق، ص٥٠-٥٢.

ويلاحظ على هذا المقترح ما يلي:

١- يعتمد هذا المقترح في تحديد المعدل المتوقع على متوسط الربح في البنوك التقليدية، وهذا المتوسط يتم تحديده اعتماداً على سعر الفائدة المحرمة شرعاً.

٢- يعتمد هذا المقترح على متوسط الربح فقط ويتجاهل الخسارة، وهذا لا يعبر عن حقيقة العائد والغرض الأساسى من استخدامه فلابد أن يعتمد على العائد الاحتمالي.

٣- يساوي هذا المقترح بين جميع أنواع المشروعات بغض النظر عن أهميتها النسبية ومجالاتها الاقتصادية (زراعية، صناعية،....).

٤- استخدام المتوسط الحسابي لأرباح البنوك الإسلامية يجعل المعدل يعتمد على بيانات تاريخية بما تتضمنه من عيوب من ناحية، كما أنه لم يحدد الفترة التي يحسب لها متوسط الأرباح هل هي سنة أو سنتان أو أكثر من ناحية أخرى.

بعد عرض الجهود السابقة - هناك بالتأكيد جهود أخرى لم يطلع عليها الباحث - للمقترحات التي قدمت بشأن المعدل المطلوب استخدامه في خصم التدفقات النقدية لأغراض تقويم وتحليل المشروعات الاستثمارية في الفكر الاقتصادي الإسلامي يتبين أن كل المقترحات المقدمة ترى أن معدل الخصم الواجب استخدامه يجب أن يتمثل في معدل العائد وإن اختلفت في تحديد ماهية هذا المعدل. ويستند هذا المعدل إلى الربح الاحتمالي الذي يتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية ويرفض الاعتماد على سعر الفائدة المحرمة وبذلك فإن هذا المعدل يصلح للاستخدام في الفكر الاقتصادي الإسلامي كما يصلح في الاقتصاد الوضعي، وهذا ينقلنا إلى بيان معدل خصم التدفقات النقدية المقترح من هذا البحث وهذا ما سوف يتناوله الباحث في المطلب التالي.

***

المطلب الثالث

معدل خصم التدفقات النقدية في الفكر الاقتصادي الإسلامي (المقترح)

يختص هذا المطلب بوضع إطار عام مقترح لمعدل خصم التدفقات النقدية لأغراض تقويم المشروعات الاستثمارية والمفاضلة بينها وذلك في ضوء أهمية عملية خصم التدفقات النقدية في عملية التقويم وأنها لا تتعارض مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

معدل الخصم المقترح:

هو «متوسط معدل الأرباح في المشروعات الاستثمارية سواء كانت هذه المشروعات صناعية أو تجارية أو زراعية أو خدمية وذلك في ضوء محددات ومقاصد وصيغ الاستثمار في الفكر الاقتصادي الإسلامي».

يتم التوصل إلى معدل الخصم المقترح باتباع المراحل التالية:

١- يتم تشكيل لجنة متخصصة لكل قطاع إنتاجي (زراعي، صناعي، تجاري، خدمي،....).

٢- تقوم كل لجنة باختيار أو تقدر متوسط أرباح ٩ مشروعات استثمارية من كل قطاع وذلك خلال فترة زمنية معينة ولتكن سنة يتوافر فيها كافة الظروف والمتغيرات الاقتصادية.

٣- تقوم اللجنة باستبعاد متوسط الأرباح الأعلى والأدنى ويجري أخذ متوسط الثلاثة أرقام الوسطى ويكون ذلك هو معدل خصم التدفقات النقدية المقترح من لجنة كل قطاع.

٤- تقوم اللجنة بعمل دراسات مستقبلية تتوقع فيها الأحوال الاقتصادية والمالية والسياسية خلال الفترة القادمة فإذا فرض أن التغيرات المتوقعة ستكون بالزيادة أو النقص فرضاً + ٣٪ أو

-٣٪ فيعدل متوسط معدل الأرباح الذى تم التوصل إليه في ضوء هذه المتغيرات.

٥- تقـوم لجنـة كل قطـاع بتقديـر نسـبة الانحـراف المعيـاري أو الأخطـاء في التقديـرات السابقة.

٦- في ضوء ما سبق يمكن تقدير معدل خصم للتدفقات النقدية يتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسـلامية يسـتخدم في عملية خصـم التدفقات النقدية لأغـراض تقويم المشروعات الاستثمارية في الفكر الاقتصادي الإسلامي.

وعـلى ذلك يتم مقارنة معدل الخصم الذى تم التوصـل إليه عن طريق هذا المقترح بمعيار معدل العائد الداخلي على الاسـتثمار الذي يجعل صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة والداخلـة صفـراً. فوفقـاً لهذا المعيار لا يكـون معدل الخصم محـدداً مقدماً قبل البـدء في عملية الخصم أي أنه المعدل الذي يحقق المعادلة التالية:

$$\text{أ} = \frac{\text{ق}١}{(١+\text{س})} + \frac{\text{ق}٢}{(١+\text{س})^{٢}} + \ldots\ldots + \frac{\text{ق}٣}{(١+\text{س})^{٣}} + \ldots + \frac{\text{قن}}{(١+\text{س})^{\text{ن}}}$$

حيث أن

أ = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة.

س = معدل العائد المتوقع على الاستثمار المقترح.

ق = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة.

ن = سنوات دخول التدفقات النقدية.

يتم التوصل إلى هذا المعدل عن طريق المحاولة والتجربة والخطأ بحيث ينتج عن استخدامه في عمليـة الخصم مسـاواة إجمـالي القيم الحالية للتدفقـات النقدية الداخلة مع إجمـالي التدفقات النقدية الخارجة، وبالتالي يكون صافي القيمة الحالية صفراً.

يفيـد هـذا الاقـتراح في تقويـم المشروعات الاسـتثمارية التي يكـون للربـح دور رئيسي في اختيارها ويكون اتخاذ القرار بقبول أو رفض المشروع كالتالي:

أولاً: معدل العائد الداخلي = معدل الخصم المقترح يقبل المشروع

ثانياً: معدل العائد الداخلي = معدل الخصم المقترح يقبل المشروع بتحفظ

ثالثاً: معدل العائد الداخلي = معدل الخصم المقترح يرفض المشروع

أما في تقويم المشروعات التي لا يكون للربح دور رئيسي في اختيارها يكون اختيار المشروع كالتالي.

أولاً: يمكـن اختيار مـشروع ليس معدل عائده الداخلي أكبر أو يسـاوي على الأقل معدل الخصم المقترح وذلك في حالة تسـاوي معدلات العوائد في جميع المشروعات التي يتم المفاضلة بينها.

ثانيـاً: يمكـن اختيار مشروع ليـس ذا أكبر فرق موجب بين معـدل العائد الداخلي ومعدل الخصـم المقـترح وذلـك في حالة عدم تسـاوي معدلات العوائـد في جميع المشروعـات التي يتم المفاضلة بينها.

ثالثاً: يمكن اختيار مشروع لم يتعد عائده الداخلي معدل الخصم المقترح.

ومـن ثـم فإن عمليـة تقويـم المشروعات التـي لا يكـون للربـح دور رئيـسي في اختيارها يمكـن التضحيـة ببعـض الربح في سـبيل تحقيق المعايير الأخـرى لتقويم المشروعـات في الفكر

الاقتصـادي الإسـلامي وذلك في حالات الضرورة التي يظهر فيهـا تعارض بين معيار الربحية والمعايير الأخرى في الفكر الاقتصادي الإسـلامي. أمـا إذا لم يحدث تعارض بين معيار الربحية والمعايـير الأخرى فلا مانع من اختيار المشروع صاحب أكبر قيمة حالية أو صاحب أكبر معدل عائد داخلي.

❊ ❊ ❊

1- Interest rate tool in flawed for the following reasons:

A- Interest rate can not reflect the actual Sacrifice in relation to the future Expected return.

b- Interest is usually which is forbidden in Islamic Sharia.

Section There. This Section is concerned with the attributes of the suggested discount rate as an alternative to interest rate tool. The main feature of the suggested rate tool is: “The Average Profit Rate of Investment field under consideration”.

Toward A Monetary-Flow Discount rate Tool

For An Islamic Bank Project Evaluation as an Alternative

Of Interest rate Tool

There is no doubt that Economic Feasibility Studies and Project Evaluation is necessary Steps for a Sound Process of Investment Decision Making. Up to now, these Studies have been Carried out on the Interest rate base.

Due to the fact that many researchers have reached the conclusion that Interest Rate is not the ideal tool for project economic evaluation from both economic and legal (Islamic Sharia) Points of view. So one should Search for a better tool, from both Economic and Islamic Points of View to evaluate a particle Project.

Now, This research has been developed through three section as follows:

1- Introduction: Trough this stage Definition of Monetary flow has been analyzed.

2- Section one: Through this Section the attitude of Islamic economic thought towards discount rate operation has been analyzed and the conclusion reached as follows.

Monetary-flow discount rate operations to evaluate project are not only acceptable but still represent necessary step Provided that these operations have not been carried out on interest rate base.

Section Two: Through this section the research tried to evaluate interest rate as a tool for monetary flow discount operation on the basis of Economic and Islamic points of view. The conclusion reached is as follows: